

## 买入

## 米可世界载誉归来，归母净利得以增厚

赤子城科技 (9911.HK)

2024-07-18 星期四

## 投资要点

目标价:	4.59 港元
现价:	3.60 港元
预计升幅:	31.9%

## 重要数据

日期	2024-07-17
收盘价 (港元)	3.60
总股本 (百万股)	1,191
总市值 (百万港元)	4,381
净资产 (百万港元)	1,237
总资产 (百万港元)	3,080
52 周高低 (港元)	4.79/1.36
每股净资产 (港元)	1.03

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

SpriverTech	20.04%
BGFG	8.39%
PhoenixAuspicious	7.49%
ParallelWorld	6.14%

## 相关报告

赤子城科技 (9911.HK) 首发报告-20220609

赤子城科技 (9911.HK) 更新报告-20230409

## ➤ 收购附属公司，增厚归母净利:

6 月公司公告订立股份购买协议，拟收购目标公司股份，北京米可经过重组后的海外对应主体，总代价为约港币 19.83 亿元。交割后目标公司将成为赤子城的全资附属公司，且财务业绩将全部并入合并报表。根据计划，收购代价由两部分组成，分别为现金代价港币 9.94 亿元及以每股港币 4.50 元(总价值约港币 9.6 亿元)向卖方发行 2.197 亿股公司的代价股份。根据我们测算，该收购估值约 6 到 7 倍之间，对比公司现有估值，是一笔估值合理的交易。

## ➤ 蓝城兄弟盈利持续提升，LGBTQ 产品矩阵进一步丰富:

公司 2024 财年并表蓝城后，持续提升该业务盈利能力。除了蓝城外，今年年初公司还推出了针对海外多元人群的社交产品 HeeSay，产品矩阵进一步丰富，为公司开拓了新的收入来源。在蓝城被并购之前，LGBTQ 社交业务在海外市场面临获客效率、运营及变现效率等挑战。然而随着赤子城科技在技术、市场洞察和用户理解方面的优势融入到蓝城管理体系，有效补齐短板。而这种战略上的"契合"使得多元人群社交业务在海外市场的增长成为可能。相信蓝城兄弟能够持续优化收入结构并提高利润率，在未来 1 到 2 个财年内实现显著的业绩提升。

## ➤ 出海社交龙头地位稳固，差异化产品矩阵已初具规模:

公司为目前中国互联网出海主力企业，所处赛道空间广阔。社交业务上，公司目前已经形成四款差异化社交产品切入中东、东南亚等地，分别是开放式社交平台 MICO、语音社交平台 YoHo、陪伴社交平台 SUGO、游戏社交平台 TopTop 等产品。我们预计 2024 年公司在全球宏观经济放缓的前提下，收入能够实现稳定增长，作为社交出海领军企业，公司市场地位持续提升，给予公司对应 2024 年归母净利润 17 倍 PE，对应目标价 4.59 港元，维持买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,800	3,308	4,220	5,342	6,573
同比增长(%)	18.64%	18.15%	27.58%	26.58%	23.05%
毛利率(%)	37.79%	52.06%	46.64%	44.96%	45.20%
净利润	287	761	329	503	679
归母净利润	130	513	329	503	679
同比增长(%)	7.83%	141.52%	-54.13%	47.23%	32.26%
净利率(%)	11.90%	24.33%	8.75%	10.17%	10.93%
归母利润 EPS	0.11	0.43	0.28	0.42	0.57
对应归母利润 PE	29.6	7.5	11.7	7.7	5.7

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 研究部

姓名: 李承儒

SFC: BLN914

电话: 0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 收购附属公司，增厚归母净利：

6月公司公告与BGFG、JJQJ及JZZT及NBT Social Networking Inc订立股份购买协议，拟收购目标公司的股份，总代价为约港币19.83亿元，目标公司为赤子城科技非全资附属公司，为北京米可经过重组后的海外对应主体，专注于提供在线社交娱乐服务，致力于满足全球用户的多元化社交需求，已推出了MICO、YoHo等多款社交娱乐产品，为全球超150个国家和地区的近1亿用户提供服务。交割后目标公司将成为赤子城的全资附属公司，且财务业绩将全部并入合并报表。根据计划，收购代价由两部分组成，分别为现金代价港币9.94亿元及以每股港币4.50元(总价值约港币9.6亿元)向卖方发行2.197亿股公司的代价股份。根据我们测算，该收购估值约6到7倍之间，对比公司现有估值，是一笔估值合理的交易。此次收购我们认为影响主要有以下及各方面，首先是利润端将得到增厚，由于目前米可产品贡献了公司大部分利润，因此全部并表后未来无需再从利润中分出一大块到少数股东权益中，所有利润都将反映到归母净利润中。其次是对流通股稀释后的EPS影响，新发行股份约占未发行前约18.5%（发行后约16%），因此会稀释未来财年EPS，但是由于米可利润全部并表（过去需要需要分割30%至40%利润），如果未来MICO能够保持稳定的盈利能力，一定程度上公司未来财年EPS将增厚。最后是对2024财年利润端影响，因为收购将可能产生1亿港元左右的一次性股权激励费用，因此2024财年预期利润将收到负面影响。

### 蓝城兄弟盈利持续提升，LGBTQ产品矩阵进一步丰富：

公司2024财年并表蓝城后，持续提升该业务盈利能力。根据弗若斯特沙利文的数据，2023年全球LGBTQ人口约为5.91亿人，分布范围覆盖全球，随着社会对LGBTQ群体的逐渐认可和接纳，这个群体背后的消费市场也日益显现出其巨大的潜力。由于LGBTQ人群的平均可支配收入高于一般平均水平，2023年全球LGBTQ市场规模将达到5.4万亿美元，其中线上市场规模约5804亿美元，年复合增长率高达17.3%，显示出这一市场的强劲增长势头和巨大的商业机会。赤子城科技通过并表蓝城兄弟，有望在LGBTQ+社交领域释放新的流量和盈利机会。除了蓝城外，今年年初公司还推出了针对海外多元人群的社交产品HeeSay，产品矩阵进一步丰富，为公司开拓了新

的收入来源。在蓝城被并购之前，LGBTQ 社交业务在海外市场面临获客效率、运营及变现效率等挑战。然而随着赤子城科技在技术、市场洞察和用户理解方面的优势融入到蓝城管理体系，有效补齐短板。而这种战略上的"契合"使得多元人群社交业务在海外市场的增长成为可能。相信蓝城兄弟能够持续优化收入结构并提高利润率，在未来 1 到 2 个财年内实现显著的业绩提升。

#### **出海社交龙头地位稳固，差异化产品矩阵已初具规模：**

公司是目前中国互联网出海主力企业，所处赛道空间广阔。社交业务上，公司目前已经形成四款差异化社交产品切入中东、东南亚等地，分别是开放式社交平台 MICO、语音社交平台 YoHo、陪伴社交平台 SUGO、游戏社交平台 TopTop 等产品，在中东北非、东南亚等新兴市场成为头部平台，并在日韩等发达国家市场突飞猛进。其中 MICO 针对中东用户的需求进行了多次升级，并提供定制化服务，有效提升了社区活跃度，进一步扩大了新用户规模，在保证规模的情况下利润进一步提升；YoHo 加强了内容运营的力度，添加了更多本地化的玩法，用户运营更加精细化；SUGO 优化了匹配策略，实现用户精准配对，有效提升用户互动效率，月活跃用户数季度同比增长超 3 倍；TopTop 加大了对社区奖励资源的分发比例，有效提升了社区氛围。而创新游戏业务目前在公司发展战略中优先级有所下降，但 2024 年基本能够实现盈亏平衡，作为战略尝试，为公司积累了丰富的运营和娱乐互动经验，对于公司现有储备在研社交产品将产生积极影响。我们预计 2024 年公司在全球宏观经济放缓的前提下，收入能够实现稳定增长，作为社交出海领军企业，公司市场地位持续提升，给予公司对应 2024 年归母净利润 17 倍 PE，对应目标价 4.59 港元，维持买入评级。

**财务报表预期**
**财务报表摘要**
**损益表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	2,800	3,308	4,220	5,342	6,573
成本	(1,742)	(1,586)	(2,252)	(2,940)	(3,602)
毛利	1,058	1,722	1,968	2,402	2,971
销售费用	(484)	(688)	(928)	(1,175)	(1,446)
管理费用	(112)	(172)	(230)	(216)	(196)
研发费用	(212)	(315)	(338)	(434)	(546)
其他收益	19	4	0	0	0
营业利润	269	551	472	577	783
财务费用	(1)	16	16	16	16
公允价值变动	19	47	0	0	0
税前利润	287	614	487	592	799
所得税	(0)	(12)	(58)	(89)	(120)
净利润	287	602	429	503	679
经调整利润	333	805	369	543	719

**增长**

总收入 (%)	18.6%	18.1%	27.6%	26.6%	23.1%
净利润 (%)	-174.2%	164.7%	-56.7%	53.0%	34.8%

**资产负债表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
固定资产	122	125	130	136	141
无形资产	186	260	220	191	163
商誉	197	386	386	386	386
金融资产	38	37	37	37	37
其他固定资产	200	41	41	41	41
固定资产合计	744	849	814	790	768
其他流动资产	9	19	19	19	19
应收账款	165	243	310	393	483
其他应收款项	57	104	132	167	206
按公允价值计入损益的	149	171	171	171	171
货币资金	597	1,386	1,901	2,564	3,397
流动资产合计	977	1,923	2,533	3,314	4,276
应付账款	190	293	416	543	666
合同负债	18	75	101	128	157
其他流动负债	141	329	426	525	635
流动负债合计	349	696	942	1,196	1,457
长期负债合计	133	147	147	147	147
股东权益合计	1,238	1,947	2,277	2,780	3,459

**财务分析**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	37.8%	52.1%	46.6%	45.0%	45.2%
经营利润率 (%)	9.6%	16.7%	11.2%	10.8%	11.9%
经调整净利率 (%)	11.9%	24.3%	8.7%	10.2%	10.9%
ROE	23.2%	30.9%	18.8%	18.1%	19.6%

**营运表现**

费用/收入 (%)	28.9%	35.5%	35.5%	34.2%	33.3%
实际税率 (%)	0.0%	2.0%	11.9%	15.0%	15.0%
应收账款天数	21	26	26	26	26
应付账款天数	39	67	67	67	67

**财务状况**

负债/权益	0.39	0.43	0.48	0.48	0.46
收入/总资产	1.63	1.19	1.26	1.30	1.30
总资产/权益	1.39	1.42	1.47	1.48	1.46

**现金流量表**

&lt;百万元&gt;, 财务年度截至&lt;十二月&gt;

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>除税前利润</b>	287	773	387	592	799
非现金调整	69	(101)	28	18	17
资本变动	(43)	82	114	69	34
<b>经营活动现金流</b>	313	754	529	679	850
投资固定资产	(40)	(20)	(9)	(10)	(10)
其他金融资产变动	(317)	235	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(357)	215	(9)	(10)	(10)
偿还租赁融资	(14)	(29)	(6)	(6)	(6)
股权融资	282	(6)	0	0	0
其他融资活动	(408)	(128)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	(140)	(162)	(6)	(6)	(6)
<b>现金变化</b>	(184)	806	514	663	834
期初持有现金	725	597	1,386	1,901	2,564
汇兑变化	56	(16)	0	0	0
<b>期末持有现金</b>	597	1,386	1,901	2,564	3,397

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电话：(852) 37696888  
传真：(852) 37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>